

天伦燃气 (1600 HK)

新项目并购将提升 2021 年收益

天伦燃气2020年12月27日宣布并购靖远县以及大通/互助县两个城市燃气项目，总并购代价为人民币 10.66 亿元。两个项目均位于甘肃省，具有可观的人口覆盖以及天然气销售量。合并并购估值为 2019 年市盈率 19.3 倍及 2020 年 7 月市净率 2.1 倍。交易估值高于目前公司市值水平，但管理层解释较高的估值有合理支持，基于 1) 项目具有较高可见的天然气销售潜力；2) 具备新的接驳开发空间；以及 3) 在成本控制与区域化开发乡村接驳项目具有协同效应。我们测算新的并购项目将在 2021 年为公司带来人民币 4 千万利润贡献。重申买入评级，目标价维持每股 8.31 港元不变。

- **项目增长潜力巨大。**根据管理层介绍，目标项目覆盖约 100 万人口，同时在 2019 年实现了 1.8 亿方零售气销售。公司预期两个项目都将具备较快的工商业销气增长空间，主要受项目覆盖区域的工业园区客户，以及兰州和白银城市工业向周边区域迁移所支持。管理层认为两个项目合计将带来超过 6-7 万户潜在居民及乡镇用户接驳。此外，两个项目均已经完成了主要的管网投资，目前已实现正向自由现金流。基于上述原因，公司认为交易对价有合理支持，同时管理层认为项目股本金回报率将达到 12% 以上。
- **成本节约及乡镇接驳项目将带来协同效应。**管理层期望通过成本节约来释放项目盈利增长，目前目标项目的销售及行政费用率约为 9%，显著高于天伦燃气目前 4% 左右的费率水平。此外，基于公司目前正计划在甘肃省开发更多的乡镇接驳用户，我们认为公司的项目并购将为公司带来额外的协同效应。
- **并购资金将通过内部资源筹措。**对于交易整体的人民币 10 亿元的资金准备，公司计划其中 60-70% 将通过借贷融资，而其余的部分将通过内部资源筹措。根据我们的现金流预测，我们认为公司对于此次并购资金需求并无压力。管理层也表示并购完成后，负债水平将维持平稳，并强调并购将不影响公司的股息分派水平。
- **盈利表现符合我们预测轨道。**基于两个项目并表将实现 9 个月的并表贡献假设，我们预测两个项目将为天伦燃气带来人民币 4 千万盈利，符合我们对于公司 2021 年并购盈利贡献预期。我们认为此次并购将持续增强市场对于公司实现可持续盈利增长的信心。公司股价自我们 12 月报告更新后上涨了 12.7%。我们认为市场逐渐意识到公司的价值，将持续驱动价值重估。我们对天伦燃气重申买入评级，目标价维持每股 8.31 港元。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入(百万元人民币)	5,113	6,549	6,802	7,832	8,879
净收入(百万元人民币)	569	789	859	1,059	1,206
每股盈利(元人民币)	0.58	0.80	0.86	1.06	1.21
每股盈利变动(%)	47.6	38.4	8.0	23.3	13.8
市场平均盈利预测(人民币)	N/A	N/A	0.880	1.005	1.095
市盈率(倍)	11.0	7.9	7.4	6.0	5.2
市净率(倍)	1.93	1.63	1.40	1.20	1.03
股息率(%)	2.4	3.7	4.1	5.0	5.7
股本回报率(%)	17.5	20.5	19.1	20.1	19.6
净负债(%)	115.7	91.4	77.9	70.6	59.2

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	HK\$8.31
(此前目标价)	HK\$8.31)
潜在升幅	+15.3%
当前股价	HK\$7.21

中国燃气行业

萧小川

(852) 3900 0849
robinxiao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	7,236
3 月平均流通量(百万港元)	8.04
52 周内股价高/低(港元)	7.59/4.53
总股本(百万)	1,004

资料来源：彭博

股东结构

天伦集团	65.5%
IFC 资产管理	9.2%
流通股	25.3%

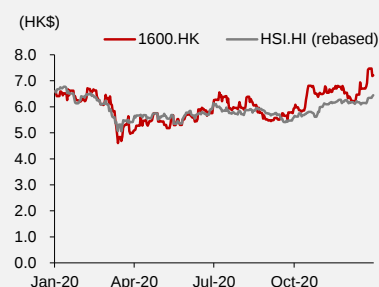
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	10.2%	7.0%
3-月	25.3%	7.7%
6-月	25.3%	15.0%
12-月	8.7%	11.9%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：PwC

财务分析

利润表

年结:12 月 31 日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售收入	5,113	6,549	6,802	7,832	8,879
燃气销售	2,261	2,874	3,215	3,829	4,467
长输管线	909	1,188	1,045	1,104	1,168
接驳费	679	779	776	842	917
煤改气工程	1,043	1,591	1,566	1,755	1,890
其它	137	132	199	301	437
销售成本	(3,685)	(4,845)	(5,037)	(5,780)	(6,550)
毛利	1,428	1,704	1,764	2,052	2,329
营运支出	(338)	(269)	(303)	(292)	(332)
分销成本	(41)	(58)	(60)	(69)	(79)
行政费用	(167)	(196)	(201)	(231)	(262)
其它收益	9	4	5	5	5
其它利得/亏损净额	(139)	(19)	(47)	4	4
息税前收益	1,091	1,435	1,462	1,760	1,997
财务收益	80	25	31	38	46
财务费用	(261)	(291)	(273)	(304)	(334)
财务费用净额	(181)	(266)	(242)	(267)	(287)
特殊项目	-	-	-	-	-
税前利润	865	1,127	1,251	1,528	1,748
所得税	(264)	(314)	(366)	(436)	(505)
减: 非控制股东权益	31	24	27	33	37
净利润	569	789	859	1,059	1,206

现金流量表

年结:12 月 31 日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
税前利润	865	1,127	1,251	1,528	1,748
折旧和摊销	238	275	299	344	392
运营资金变动	(641)	(197)	285	(204)	(60)
税费	(107)	(151)	(324)	(331)	(387)
其它	108	(82)	122	(14)	(14)
经营活动所得现金流	463	971	1,633	1,324	1,680
资本开支	(1,318)	(259)	(1,357)	(1,204)	(1,302)
其它	277	9	-	-	-
投资活动所得现金净额	(1,041)	(250)	(1,357)	(1,204)	(1,302)
股份发行	(18)	22	0	(0)	(0)
净借贷	1,551	(226)	548	592	639
股息	(74)	(191)	(245)	(287)	(339)
其它	-	-	-	-	-
融资活动所得现金净额	998	(451)	304	304	300
现金增加净额	420	271	580	424	677
年初现金及现金等价物	678	1,076	1,350	1,930	2,354
汇兑	(22)	3	-	-	-
年末现金及现金等价物	1,076	1,350	1,930	2,354	3,031
资产负债表现金	1,076	1,350	1,930	2,354	3,031

资产负债表

年结:12 月 31 日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流动资产	7,902	8,041	9,143	10,031	10,948
租赁与净亨怒	223	-	-	-	-
不动产、工厂及设备	2,679	2,850	3,648	4,401	5,207
无形资产	3,787	3,875	3,953	4,027	4,094
权益法入账投资	857	806	989	1,024	1,063
其它非流动资产	356	509	552	579	584
流动资产	3,532	3,898	4,209	4,998	5,913
应收账款及票据	1,462	1,548	1,188	1,519	1,722
公允价值计价金融资产	305	51	51	51	51
现金及等价物	1,076	1,350	1,930	2,354	3,031
其它流动资产	689	950	1,041	1,074	1,109
流动负债	3,467	3,313	3,467	3,835	4,217
应付账款及票就	1,245	1,202	1,259	1,387	1,506
预收账款	375	469	454	499	549
借贷	1,608	1,312	1,435	1,583	1,743
其它流动负债	240	329	319	365	419
非流动负债	4,423	4,439	5,057	5,561	6,107
借贷	3,810	3,880	4,306	4,749	5,229
其它应付	137	-	138	138	138
递延收入	475	547	601	661	727
递延所得税负债	1	12	12	13	13
少数股东权益	3,544	4,187	4,828	5,633	6,537
净资产总额	294	297	323	356	393
股东权益	3,250	3,891	4,505	5,277	6,144

主要比率

年结:12 月 31 日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售组合 (%)					
燃气销售	44.2	43.9	47.3	48.9	50.3
长输官谢	17.8	18.1	15.4	14.1	13.1
燃气接驳	13.3	11.9	11.4	10.8	10.3
煤改气工程	20.4	24.3	23.0	22.4	21.3
其它	2.7	2.0	2.9	3.8	4.9
合计	98.4	100.2	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	27.9	26.0	25.9	26.2	26.2
运营利润率	21.3	21.9	21.5	22.5	22.5
税前利率	16.9	17.2	18.4	19.5	19.7
净利润率	11.1	12.0	12.6	13.5	13.6
有效税率	30.6	27.9	29.2	28.5	28.9
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.02	1.18	1.21	1.30	1.40
速动比率 (x)	0.48	0.49	0.64	0.72	0.79
平均应收款周转天数	76.0	83.9	73.4	63.1	66.6
债务 / 股本比率 (%)	152.9	124.0	118.9	112.4	106.6
净负债/股东权益比率 (%)	115.7	91.4	77.9	70.6	59.2
回报率 (%)					
资本回报率	17.5	20.5	19.1	20.1	19.6
资产回报率	5.0	6.6	6.4	7.0	7.2
每股数据(人民币)					
每股盈利 (人民币)	0.58	0.80	0.86	1.06	1.21
每股股息 (人民币)	0.15	0.23	0.26	0.32	0.36
每股账面价值 (人民币)	3.28	3.89	4.51	5.28	6.15

资料来源: 公司及招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招銀國際證券投資評級

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招銀國際并未给予投资评级

招銀國際證券行業投資評級

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)为招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司为招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招銀國際證券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招銀國際證券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招銀國際證券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招銀國際證券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何責任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招銀國際證券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招銀國際證券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招銀國際證券不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律責任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。